

浙江康盛股份有限公司

**2012 年 2 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



浙江康盛股份有限公司

2012年2亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：负面

债券剩余规模：2亿元

债券到期日期：2017年7月5日

评级日期：2014年6月25日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余规模：2亿元

评级日期：2013年6月26日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江康盛股份有限公司（以下简称“康盛股份”或“公司”）2012年7月发行的2亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望下调为负面。

主要财务指标：

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	240,122.37	227,124.63	212,915.11	187,587.35
归属于母公司所有者权益（万元）	114,808.12	115,509.82	114,936.39	111,754.30
资产负债率	51.86%	49.02%	45.80%	40.08%
流动比率	1.13	1.19	1.23	1.23
速动比率	0.79	0.88	0.85	0.91
营业收入（万元）	41,000.56	147,268.11	133,191.56	113,507.22
营业利润（万元）	-857.36	-782.40	5,234.41	4,233.73
利润总额（万元）	-742.01	1,904.38	6,553.06	9,221.94
综合毛利率	12.83%	15.02%	19.17%	17.84%
总资产回报率	-	3.94%	5.98%	7.58%
EBITDA（万元）	-	15,406.65	17,260.27	16,071.25
EBITDA 利息保障倍数	-	2.28	3.18	4.06
经营活动净现金流净额（万元）	7,708.07	7,649.62	-2,549.07	68.00

数据来源：公司提供

正面：

- 随着 IPO 募投项目逐步投产，新增业务推动公司 2013 年收入规模上升，并购也使得公司传统业务市场地位得到进一步巩固；
- 公司进一步推动多元化发展，金融领域投资未来有望给公司贡献一定的投资收益。

关注：

- 随着家电下乡政策的退出以及房地产市场出现波动，下游家电产品需求增速放缓；
- 公司制冷钢管和制冷铝管业务收入出现波动，整体业务毛利率有所下滑；
- 公司部分 IPO 募投项目产能利用率较低，预计短期内难有显著改善；
- 管理费用和财务费用增加推动公司期间费用率上升，进一步弱化了公司盈利能力；
- 公司投资活动现金呈现净流出，对筹资活动现金流入有一定依赖；
- 公司负债规模持续增长，短期借款规模偏大，存在一定短期偿付压力。

分析师

姓名：吴进发 刘书芸
电话：021-51035670
邮箱：wujf@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]7号文核准，公司于2012年7月5日公开发行2亿元公司债券，债券期限为5年（附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），票面年利率为7.80%。募集资金用途为补充流动资金。

本期债券起息日为2012年7月5日，按年计息，每年付息一次，即2013年至2017年每年的7月5日付息；如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的7月5日。本金兑付日为2017年7月5日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2015年7月5日。截至2014年3月31日，本期债券首期利息已经支付，具体本息兑付情况见下表。

表1 截至2014年3月31日债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金金额
2013年7月5日	20,000.00	0	1,560.00	20,000.00

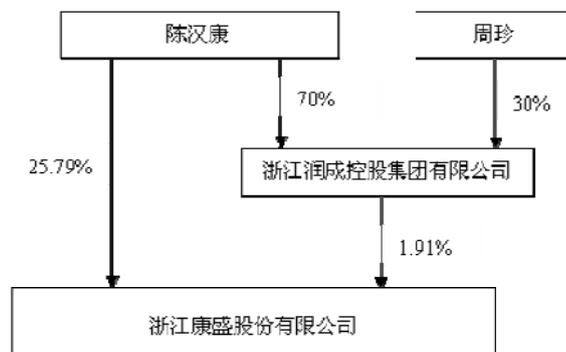
资料来源：公开资料

截至2013年12月31日，募集资金已全部用于补充公司流动资金。

二、发行主体概况

截至2013年12月31日，公司注册资本未发生变化，公司控股股东陈汉康先生直接持有公司5,901.85万股，占公司股份总数的25.79%，其中5,901.00万股已质押。此外，陈汉康先生及其配偶周珍女士于2013年12月9日与浙江润成控股集团有限公司的股东签署了《股权转让协议》，从而间接增持了公司股份，目前公司产权控制关系如图1所示。

图1 截至2013年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司2013年年报

2013年度，公司合并范围新增1家子公司，减少2家子公司，具体变化情况见下表。

表 2 2013 年度公司合并范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
淳安康盛矿业 有限公司	100%	5,000	矿业投资、矿业销售	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
新乡康盛管业有 限公司	100%	300	冰箱盘管蒸发器生产、加工、 销售，冰箱配件、汽车零配件 销售；空调、冷柜盘管蒸发器 的加工、销售	吸收合并
浙江康盛邦迪管 路制品有限公司	100%	500	制造、销售：冰箱蒸发器及其 管路部件	吸收合并

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额为 240,122.37 万元，归属于母公司所有者权益为 114,808.12 万元，资产负债率为 51.86%。2013 年度，公司实现营业收入 147,268.11 万元，利润总额 1,904.38 万元，经营活动产生的现金流量净额 7,649.62 万元。2013 年 1-3 月，公司实现营业收入 41,000.56 万元，利润总额-742.01 万元，经营活动产生的现金流量净额 7,708.07 万元。

三、行业环境

跟踪期内，家电行业需求增速触底反弹，但缺乏政策支撑，增长前景不容乐观，预计上游行业仍将面临产能过剩等压力

跟踪期内，家电市场需求增速逐步触底反弹。2012年，我国家用电冰箱全年产量同比下降3.13%，2013年全年产量同比增长10.84%，至9,340.54万台，增速企稳回升。同样，2010年，我国冷柜全年产量同比增长35.92%，至1,709.80万台，随后行业增速持续下滑；2012年，我国冷柜全年产量同比增长1.85%，至1,907.50万台；2013年我国冷柜全年产量同比增长9.29%，至2,084.64万台，增速有所提高。

跟踪期内，我国家电行业补贴政策已全部退出，尽管市场预期国家可能会出台新一轮补贴政策，但目前尚未有任何实质性进展。总体而言，尽管家电市场需求增速触底回升，但整体增长前景仍不容乐观，一方面目前我国房地产市场进入2014年以来出现一定波动，房屋成交量下滑，一定程度上会带来家电需求出现波动；另一方面，家电行业市场竞争十分激烈，

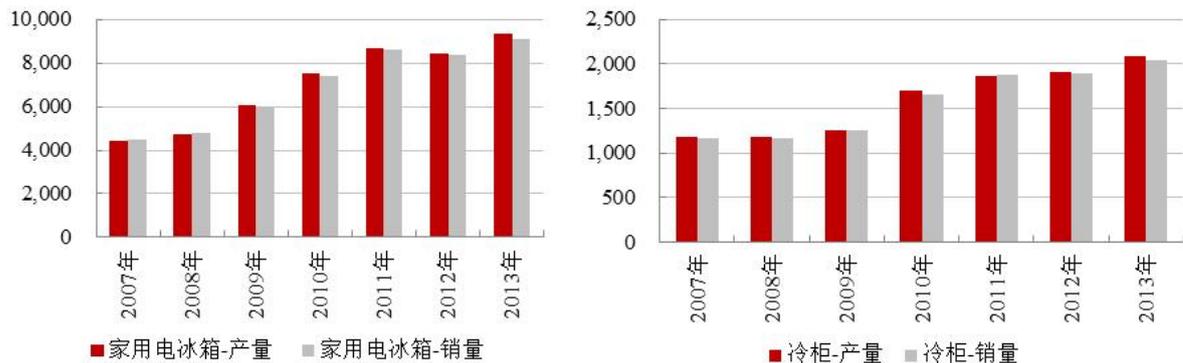
缺乏政策支持，预计需求增速短期难以提升到较高水平。总体而言，家电行业景气度仍处于近年较低水平，预计将给上游行业带来较大压力，并且上游行业存在产能过剩问题，行业整体产能利用率不高。

表 3 家电行业三大政策

政策名称	政策周期	政策内容
家电下乡	2007年12月-2013年2月； 高潮期为2009年-2011年	对农民购买纳入补贴范围的家电产品给予一定比例（13%）的财政补贴，以激活农民购买能力，扩大农村消费，促进内需和外需协调发展。
以旧换新	2009年6月-2011年12月	家电以旧换新补贴包括家电补贴、运费补贴以及拆解处理补贴，补贴产品范围是电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑五类。
节能惠民	第一期：2009年5月-2011年5月； 第二期：2012年5月-2013年5月	第一期主要针对空调；第二期全面覆盖至冰箱、洗衣机、空调、彩电和热水器等；财政补助标准依据高效节能产品与普通产品价差的一定比例确定。

资料来源：公开资料

图2 2007-2013年家用电冰箱产销情况（左图）和冷柜产销情况（右图）（单位：万台）



资料来源：Wind 资讯

四、经营与竞争

2013年，公司主营业务收入规模保持增长，公司全年实现主营业务收入142,317.42万元，较上年增长11.59%，主要系新增铜制品业务和铝板业务，但制冷钢管和制冷铝管收入均较上年出现下滑。毛利率方面，受下游需求不振影响，公司钢制品业务和铝制品业务毛利率均较上年有所下滑；而新增的铜制品业务和铝板业务由于产能利用率不足，毛利率水平较低，甚至出现亏损。

表 4 2012-2013 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
制冷钢管	43,813.11	20.12%	50,399.86	21.63%
钢制配件	39,691.73	16.03%	39,173.52	18.73%
制冷铝管	11,062.59	15.83%	17,940.27	17.14%
铝制配件	22,386.50	17.79%	20,023.39	19.39%
制冷铜管	18,225.58	4.77%	-	-
铜制配件	5,564.07	3.44%	-	-
铝板	1,573.84	-20.44%	-	-
合计	142,317.42	15.21%	127,537.05	19.76%

资料来源：公司提供

跟踪期内，受行业需求增速放缓因素影响，公司传统钢制品业务和铝制品业务毛利率有所下滑，新增铜制品业务毛利率水平偏低，铝板业务则出现较大亏损

公司作为家电厂商上游供应商，整体经营情况与家电行业景气度、行业竞争格局等因素密切相关。2013年，公司制冷钢管、钢制配件业务分别实现收入43,813.11万元、39,691.73万元，其中制冷钢管收入下降13.07%。毛利率方面，制冷钢管、钢制配件业务分别下降1.51、2.70个百分点。

此外，为降低生产成本，公司进一步提高了热轧钢带的使用比例，2013年，公司热轧钢带使用量占钢带总使用量的比例为76.96%，较上年增加4.59个百分点，但未来进一步提升空间不大。

表 5 近两年又一期公司制冷钢管及钢制配件销量、收入情况（单位：万元）

产品	2014 年 1-3 月		2013 年		2012 年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
制冷钢管（吨）	10,363.04	9,241.78	52,470.00	43,813.11	50,685.23	50,399.86
钢制配件（万件）	1,691.61	15,837.53	5,216.53	39,691.73	5,701.26	39,173.52

资料来源：公司提供

表 6 近两年又一期公司钢制品业务主要原材料采购数量、均价情况（单位：吨、元/吨）

产品	2014 年 1-3 月		2013 年		2012 年	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价
冷轧钢带	5,600.23	4,510.61	18,547.28	4,878.57	21,124.161	5,344.46
热轧钢带	14,086.08	3,567.15	61,948.77	3,629.15	55,320.406	3,830.69
钢带合计	19,686.31	-	80,496.05	-	76,444.567	-
热轧钢带占比	71.55%	-	76.96%	-	72.37%	-

注：热轧钢带经公司加工后成为冷轧钢带，以进一步用于钢制品生产，成本相对偏低

资料来源：公司提供

下游家电行业景气度不高，市场竞争激烈，加上“铝代铜”市场成熟进程慢于公司预期，

公司2013年铝制品业务收入呈现较大波动，制冷铝管收入较上年下滑38.34%，降幅较大；铝制配件收入较上年增长11.80%；毛利率则分别下降1.31、1.60个百分点。同时，公司“年产6,000吨铝板带项目”于2012年06月30日建成投产，但2013年全年产量为1,802吨，产能利用率仅为30.03%，导致该业务全年毛利率为-20.44%，亏损较大，项目短期内扭亏的难度较大。

原材料采购方面，公司制冷铝管和铝制配件产品主要原材料为铝锭，2013年公司铝锭采购价为1.25万元/吨，比2012年下降8.09%。2014年一季度，铝锭采购价进一步下降8.00%，至1.15万元/吨。

表 7 近两年又一期公司制冷铝管及铝制配件销售、收入情况（单位：万元）

产品	2014年1-3月		2013年		2012年	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入
制冷铝管（吨）	1,654.47	2,588.65	7,642	11,062.59	7,857.34	17,940.27
铝制配件（万件）	180.49	6,567.26	688	22,386.50	818.03	20,023.39

资料来源：公司提供

表 8 公司铝板产销、收入情况(单位：万元)

产品	2014年1-3月			2013年		
	产量	销量	收入	产量	销量	收入
铝板（吨）	614.34	410.47	641.90	1,802	1,093	1,573.84

资料来源：公司提供

表 9 近两年又一期公司铝制品业务原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

产品	2014年1-3月			2013年			2012年		
	数量	金额	采购均价	数量	金额	采购均价	数量	金额	采购均价
铝锭	2,268.06	2,613.03	1.15	7,924.87	9,898.41	1.25	9,190.18	12,465.89	1.36

资料来源：公司提供

根据“同心多元化、围绕制冷管路做大做强”的发展战略，公司进一步丰富产品线，制冷铜管和铜制配件于2013年正式进入生产阶段，全年分别实现销售收入18,225.58万元、5,564.07万元；但由于铜制品单价较高，市场需求不大，制冷铜管和铜制配件毛利率仅为4.77%、3.44%。

表 10 公司制冷铜管、铜制配件销售及收入情况(单位：万元)

产品	2014年1-3月			2013年		
	产量	销量	收入	产量	销量	收入
制冷铜管（吨）	1,455.67	842.73	4,025.91	5,572	3,660	18,225.58
铜制配件（万件）	393.38	429.98	1,721.10	1,046	935	5,564.07

资料来源：公司提供

表 11 公司铜制品业务原材料采购数量、均价情况（单位：吨、万元、元/吨）

产品	2014 年 1-3 月			2013 年		
	数量	金额	采购均价	数量	金额	采购均价
电解铜	1,405.21	6,023.87	42,868.05	5,033.99	22,888.41	45,467.73

资料来源：公司提供

此外，为进一步做强制冷主业，公司规划建设了安徽六安制冷配件产业园区；其中一期建成后，公司每年将新增用于冰箱、冷柜制冷配件的丝管蒸发器、冷凝器、弯制件和盘管蒸发器共计约 3,220 万件的产能；二期建成后公司将新增空调热交换器约 400 万标准件的产能。该项目一期总投资 64,650 万元，目前已投资约 6,398.61 万元，尚需投资规模较大；但由于行业需求不振，公司目前已基本暂停包括该项目在内的重大资产投资，以缓解公司资金压力。

表 12 截至 2014 年 3 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	开工日期	计划完工日期	总投资	已投资
安徽六安制冷配件产业园区一期	2012 年 5 月	2016 年 12 月	64,650	6,398.61

资料来源：公司提供

依托技术创新及市场开拓，公司海外市场收入保持增长，但毛利率水平也有所下滑

目前，公司产品主要销往国内，为降低对国内市场的依赖度，公司加大了海外市场开拓力度。为了通过国外客户的审核，公司十分重视技术研发水平提升和产品工艺创新。跟踪期内，公司新增受理专利 15 项，新增授权专利 13 项；截至 2013 年末，公司累计拥有有效专利共计 82 项，其中发明专利 10 项，实用新型专利 58 项，外观专利 14 项。通过技术创新及积极的市场开拓，公司海外市场营业收入保持增长，2013 年公司海外市场实现营业收入 20,308.37 万元，比上年增长了 10.54%；毛利率则下降 2.77 个百分点，至 17.84%，但仍比国内市场毛利率高 3.06 个百分点。

表 13 公司主营业务收入地区分布情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
国内	122,009.06	14.78%	109,165.58	19.61%
国外	20,308.37	17.84%	18,371.46	20.61%
合计	142,317.42	15.21%	127,537.05	19.76%
国外占比	14.27%	-	14.40%	-

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司一方面依靠并购进一步提升传统业务竞争力，另一方面通过增资增加对金融领域的投资

跟踪期内，公司以自有资金增资方式，分阶段收购青岛海尔数码智能科技有限公司（以

下简称“海尔数码”)蒸发器、冷凝器业务。2013年12月5日,公司发布的《关于对外投资的公告》显示,海尔数码拟将其所拥有的两器产业相关资产整合至海尔数码设立的全资子公司(以下简称“目标公司”),目标公司注册资本为600万元,公司对目标公司增资2,400万元,持股80%;并且双方同意收购完成之日起的一年后或双方同意的其他日期,海尔数码有权将其持有的目标公司20%的股权转让给公司,转让价款约定为600万元。2014年4月4日,公司发布《对外投资进展公告》,目标公司青海海达盛冷凝器有限公司已于2014年4月3日办理完毕工商变更手续。此次收购将提升公司现有“两器”业务规模,进一步优化公司产品结构,预计将显著提升公司2014年收入规模,同时也进一步密切公司与海尔的合作关系。

此外,公司在坚持制冷主业的前提下,公司根据自身情况,继续谋求多元化经营。2013年,根据杭州千岛湖康盛小额贷款股份有限公司(以下简称“康盛小贷”)实际发展需求,在对其进行充分的投资收益评估后,公司以自有资金2,100万元对其进行增资,期末持股比例维持在30%。2013年末,康盛小贷净资产规模为26,207.90万元,全年实现营业收入4,902.27万元,净利润2,383.02万元,未来康盛小贷有望给公司带来一定的投资收益。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2011年、2012年和2013年审计报告及未经审计的2014年一季度财务报表;三年又一期报表均按照新会计准则编制。2013年度,公司合并范围新增1家子公司,减少2家子公司,具体见表2。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内,公司资产规模持续增长,资产结构相对稳定

截至2013年末,公司总资产规模为227,124.63万元,较2012年末增长6.67%,主要系公司货币资金和长期股权投资增加所致。公司资产以非流动资产为主,2013年末非流动资

产占比 53.03%。

2013 年末，公司货币资金较上年末增加 60.78%，主要系公司经营活动现金流入和借款规模上升所致；期末货币资金中受限的账面价值为 1,125.00 万元，主要为银行承兑汇票保证金。2013 年末应收账款较上年末增长 8.35%，主要系销售规模扩大所致，青岛海达瑞采购服务有限公司、青岛海尔零部件采购有限公司等前五大客户欠款规模合计 7,726.13 万元；其中账龄在 1 年以内的应收账款占比为 96.60%，期末公司计提的坏账准备为 1,911.91 万元。2013 年末公司存货账面价值为 28,041.08 万元，同比下降 3.70%；其中公司库存商品主要是以销定产，少部分根据市场预期生产，存在一定跌价风险，期末公司计提的存货跌价准备为 347.64 万元。公司长期股权投资同比增长 54.66%，主要系对康盛小贷追加投资所致；2013 年末公司固定资产规模为 102,130.07 万元，同比增长 8.25%，主要系公司部分在建工程完工转入固定资产所致，其中 39,672.86 万元固定资产已用于抵押担保，占比 38.85%，受限比例较高。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13,410.53	5.58%	17,049.68	7.51%	10,604.65	4.98%
应收票据	13,096.57	5.45%	25,357.43	11.16%	21,630.10	10.16%
应收账款	43,229.03	18.00%	31,830.87	14.01%	29,378.24	13.80%
存货	35,921.47	14.96%	28,041.08	12.35%	29,118.66	13.68%
流动资产合计	116,852.85	48.66%	106,679.88	46.97%	95,261.23	44.74%
长期股权投资	8,668.03	3.61%	8,668.03	3.82%	5,604.64	2.63%
固定资产	103,610.25	43.15%	102,130.07	44.97%	94,343.55	44.31%
在建工程	3,092.38	1.29%	2,038.47	0.90%	8,081.60	3.80%
无形资产	5,690.70	2.37%	5,727.48	2.52%	7,299.80	3.43%
非流动资产合计	123,269.52	51.34%	120,444.74	53.03%	117,653.88	55.26%
资产总计	240,122.37	100.00%	227,124.63	100.00%	212,915.11	100.00%

资料来源：公司提供

资产运营效率

跟踪期内，公司整体运营效率尚可，但净营业周期有所延长

运营效率方面，受行业景气度不高、市场竞争激烈等因素影响，公司应收账款回款周期有所延长；同时公司存货管理得到加强，存货周转效率有所改善；2013 年公司净营业周期为 171.69 天，较上年延长 11.96 天。另外，受公司 IPO 募投项目投产推动收入上升，公司收入规模增加，公司 2013 年末总资产周转天数为 537.84 天，较上年缩短 3.41 天。

表 15 公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收账款及应收票据周转天数	132.24	128.81
存货周转天数	82.21	88.82
应付账款及应付票据周转天数	42.77	57.90
净营业周期	171.69	159.73
流动资产周转天数	246.82	253.98
固定资产周转天数	240.14	235.48
总资产周转天数	537.84	541.25

资料来源：公司提供

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模保持增长，但毛利率下滑和期间费用上升导致营业利润亏损

跟踪期内，公司收入持续增长，2013 年度，公司实现营业收入 147,268.11 万元，较上年增长 10.57%。但受毛利率水平下滑，期间费用上升，公司全年营业利润亏损 782.40 万元。2013 年，公司全年获政府补助 2,658.93 万元，较上年增长 138.31%，主要系获得了 1,206.00 万元财政局电费及养老统筹补贴所致，未来预计政府补贴规模会有所下降。2013 年度，公司实现净利润 1,430.06 万元，较上年下降 74.75%；综合毛利率下降 4.16 个百分点至 15.02%。

表 16 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年
营业收入	41,000.56	147,268.11	133,191.56
期间费用（万元）	5,568.26	22,681.04	19,168.96
营业利润	-857.36	-782.40	5,234.41
政府补助	-	2,658.93	1,115.76
利润总额	-742.01	1,904.38	6,553.06
净利润	-799.29	1,430.06	5,663.88
综合毛利率	12.83%	15.02%	19.17%
期间费用率	13.58%	15.40%	14.39%
总资产回报率	-	3.94%	5.98%

资料来源：公司提供

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流较上年有较大改善，但投资活动现金流仍保持净流出

跟踪期内，公司净利润下滑较大，在固定资产折旧等非付现费用和非经常性损益调整之后，公司 FFO 也有所下降，2013 年 FFO 规模为 13,462.15 万元，较上年下降 15.49%。2013 年，公司在收入规模增长的基础上，增强了存货和应收款项管理，全年经营活动现金净流入

7,649.62 万元，较上年有所改善。由于公司放缓了投资节奏，全年投资活动现金净流出 6,894.01 万元，较上年大幅下降。此外，为缓解经营规模增长带来的资金压力，公司 2013 年度筹资活动现金继续保持净流入。

表 17 公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	1,430.06	5,663.88
非付现费用	7,195.63	6,224.15
非经营损益	4,836.46	4,041.18
FFO	13,462.15	15,929.21
营运资本变化	-5,812.53	-18,368.76
其中：存货减少（减：增加）	674.73	-5,430.61
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,332.95	-18,537.99
经营性应付项目增加（减：减少）	3,845.69	5,599.84
经营活动现金流量净额	7,649.62	-2,549.07
投资活动现金流量净额	-6,894.01	-19,379.25
筹资活动现金流量净额	5,585.35	10,917.77
现金及现金等价物净增加额	6,057.03	-11,048.69

资料来源：公司提供

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司负债规模继续增长，短期借款规模偏大，存在一定短期偿付压力

跟踪期内，公司继续通过融资缓解经营资金压力，2013 年末公司负债规模较上年增加 14.16%，至 111,330.53 万元，同期资产负债率上升至 49.02%。公司负债以流动负债为主，2013 年末流动负债规模为 89,820.15 万元，占比 80.68%；其中以短期借款为主，2013 年末规模为 68,621.34 万元，占比 61.64%，包括质押、抵押和保证加抵押借款；短期借款规模偏大，公司存在一定的短期偿付压力。公司非流动负债主要为应付本期债券。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	65,257.00	52.40%	68,621.34	61.64%	56,127.00	57.55%
应付票据	11,998.32	9.64%	6,050.00	5.43%	5,870.00	6.02%
应付账款	19,920.52	16.00%	10,822.51	9.72%	11,764.33	12.06%
流动负债合计	102,989.96	82.70%	89,820.15	80.68%	77,728.93	79.70%
应付债券	19,860.47	15.95%	19,833.25	17.81%	19,793.63	20.30%
非流动负债合计	21,537.61	17.30%	21,510.38	19.32%	19,793.63	20.30%

负债合计	124,527.56	100.00%	111,330.53	100.00%	97,522.56	100.00%
------	------------	---------	------------	---------	-----------	---------

资料来源：公司提供

短期偿债能力方面，2013 年公司流动比率、速动比率分别为 1.19 和 0.88，比率不高。从 EBITDA 指标来看，2013 年公司 EBITDA 为 15,406.65 万元，较上年下降 10.74%，加上公司融资规模扩大，2013 年 EBITDA 利息保障倍数下滑至 2.28。

表 19 公司主要偿债能力指标

项 目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年
资产负债率	51.86%	49.02%	45.80%
负债与所有者权益比率	1.08	0.96	0.85
流动比率	1.13	1.19	1.23
速动比率	0.79	0.88	0.85
EBITDA（万元）	-	15,406.65	17,260.27
EBITDA 利息保障倍数	-	2.28	3.18

资料来源：公司提供

六、评级结论

跟踪期内，随着公司 IPO 募投项目逐步投产，新增业务推动公司收入规模进一步上升，预计并购将使得公司传统业务市场地位得到进一步加强。但行业产能过剩导致公司部分传统业务收入出现波动，毛利率下滑；而新增业务市场成熟慢于预期，IPO 募投项目未达预期效益，铝板业务出现较大亏损。2013 年，公司资产规模继续增加，主营业务毛利率下滑和期间费用上升导致公司全年营业利润出现亏损；同时公司融资较为依赖短期融资，短期借款规模偏大，存在一定短期偿付压力。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA-，维持本期债券信用等级为 AA-，评级展望下调为负面。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	13,410.53	17,049.68	10,604.65	22,066.34
应收票据	13,096.57	25,357.43	21,630.10	25,001.69
应收账款	43,229.03	31,830.87	29,378.24	19,300.03
预付款项	8,361.54	1,825.46	2,048.88	1,875.81
其他应收款	1,355.90	1,281.10	366.54	420.82
存货	35,921.47	28,041.08	29,118.66	24,005.70
其他流动资产	1,477.81	1,294.27	2,114.17	-
流动资产合计	116,852.85	106,679.88	95,261.23	92,670.39
长期股权投资	8,668.03	8,668.03	5,604.64	1,004.43
投资性房地产	754.14	754.14	582.57	-
固定资产	103,610.25	102,130.07	94,343.55	79,897.15
在建工程	3,092.38	2,038.47	8,081.60	6,828.98
工程物资	373.78	45.86	816.23	927.89
无形资产	5,690.70	5,727.48	7,299.80	5,871.77
长期待摊费用	30.98	31.05	31.89	107.47
递延所得税资产	585.26	585.65	429.59	279.26
其他非流动资产	464.00	464.00	464.00	-
非流动资产合计	123,269.52	120,444.74	117,653.88	94,916.96
资产总计	240,122.37	227,124.63	212,915.11	187,587.35
短期借款	65,257.00	68,621.34	56,127.00	57,342.00
应付票据	11,998.32	6,050.00	5,870.00	5,500.00
应付账款	19,920.52	10,822.51	11,764.33	11,496.13
预收款项	680.16	288.31	213.90	404.70
应付职工薪酬	2,356.03	2,016.17	1,831.86	1,441.79
应交税费	605.65	1,000.19	861.51	-1,460.68
应付利息	1,436.49	870.35	845.81	293.55
其他应付款	735.79	151.27	214.52	175.65
流动负债合计	102,989.96	89,820.15	77,728.93	75,193.13
长期借款	1,677.13	1,677.13	-	-
应付债券	19,860.47	19,833.25	19,793.63	-
非流动负债合计	21,537.61	21,510.38	19,793.63	-
负债合计	124,527.56	111,330.53	97,522.56	75,193.13
实收资本(或股本)	22,880.00	22,880.00	22,880.00	22,880.00
资本公积	57,705.30	57,705.30	57,455.37	57,623.83
盈余公积	2,646.65	2,646.65	2,191.49	1,755.09
未分配利润	31,576.17	32,277.87	32,409.53	29,495.38

归属于母公司所有者权益合计	114,808.12	115,509.82	114,936.39	111,754.30
少数股东权益	786.69	284.28	456.16	639.92
所有者权益合计	115,594.81	115,794.09	115,392.55	112,394.22
负债和所有者权益总计	240,122.37	227,124.63	212,915.11	187,587.35

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	41,000.56	147,268.11	133,191.56	113,507.22
其中：营业收入	41,000.56	147,268.11	133,191.56	113,507.22
二、营业总成本	41,857.93	148,896.44	128,372.31	109,451.37
其中：营业成本	35,738.71	125,151.84	107,654.97	93,258.14
营业税金及附加	78.70	598.58	608.70	505.48
销售费用	1,556.77	5,952.24	5,187.03	4,956.60
管理费用	2,168.24	9,616.64	8,546.62	6,668.68
财务费用	1,843.25	7,112.16	5,435.31	3,870.83
资产减值损失	472.26	464.98	939.69	191.65
投资收益（损失以“-”号填列）	-	845.93	415.17	177.88
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	714.91	378.25	19.43
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-857.36	-782.40	5,234.41	4,233.73
加：营业外收入	287.56	3,320.97	1,858.67	5,458.88
减：营业外支出	172.21	634.18	540.02	470.68
其中：非流动资产处置损失	0.61	64.14	21.67	19.07
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-742.01	1,904.38	6,553.06	9,221.94
减：所得税费用	57.28	474.32	889.18	1,385.98
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-799.29	1,430.06	5,663.88	7,835.95
归属于母公司所有者的净利润	-701.70	1,467.50	5,638.56	7,836.25
少数股东损益	-97.58	-37.43	25.32	-0.29

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	36,538.78	115,117.68	101,873.79	56,300.05
收到的税费返还	429.84	679.30	1,270.67	981.26
收到其他与经营活动有关的现金	101.42	3,364.88	1,682.14	4,879.85
经营活动现金流入小计	37,070.04	119,161.85	104,826.60	62,161.16
购买商品、接受劳务支付的现金	20,516.77	76,180.96	76,303.22	36,338.41
支付给职工以及为职工支付的现金	4,994.03	18,720.06	15,634.88	11,722.22
支付的各项税费	1,346.73	5,147.51	5,582.97	5,527.58
支付其他与经营活动有关的现金	2,504.44	11,463.71	9,854.60	8,504.95
经营活动现金流出小计	29,361.97	111,512.24	107,375.67	62,093.16
经营活动产生的现金流量净额	7,708.07	7,649.62	-2,549.07	68.00
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	131.02	36.92	158.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.87	1,695.99	65.94	337.83
收到其他与投资活动有关的现金	10.93	-	-	245.95
投资活动现金流入小计	11.80	1,827.02	102.86	742.23
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,941.42	5,621.03	15,462.11	35,840.83
投资支付的现金	-	2,100.00	4,020.00	980.00
支付其他与投资活动有关的现金	-	1,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	5,941.42	8,721.03	19,482.11	36,820.83
投资活动产生的现金流量净额	-5,929.62	-6,894.01	-19,379.25	-36,078.59
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	-	458.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	-	458.00
取得借款收到的现金	8,819.00	90,098.48	97,261.00	76,697.00
发行债券收到的现金	-	-	19,775.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	200.00	2,850.00	5,475.00
筹资活动现金流入小计	8,819.00	90,298.48	119,886.00	82,630.00
偿还债务支付的现金	12,183.34	75,927.00	98,476.00	52,355.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	918.97	6,653.12	6,287.22	4,679.40
支付其他与筹资活动有关的现金	-	2,133.00	4,205.01	8,080.74
筹资活动现金流出小计	13,102.32	84,713.12	108,968.23	65,115.14

筹资活动产生的现金流量净额	-4,283.32	5,585.35	10,917.77	17,514.86
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-9.28	-283.93	-38.15	-110.08
五、现金及现金等价物净增加额	-2,514.15	6,057.03	-11,048.69	-18,605.81
加：期初现金及现金等价物余额	15,924.68	9,867.65	20,916.34	39,522.15
六、期末现金及现金等价物余额	13,410.53	15,924.68	9,867.65	20,916.34

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	1,430.06	5,663.88	7,835.95
加：资产减值准备	464.98	939.69	191.65
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,578.87	5,055.78	2,785.03
无形资产摊销	150.94	153.09	106.41
长期待摊费用摊销	0.84	75.58	29.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	19.19	11.75	-26.08
财务费用	5,819.25	4,594.93	2,617.23
投资损失	-845.93	-415.17	-177.88
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-156.05	-150.33	-24.16
存货的减少（增加以“-”号填列）	674.73	-5,430.61	2,164.29
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-10,332.95	-18,537.99	-11,822.49
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	3,845.69	5,599.84	-3,611.51
其他	-	-109.52	-
经营活动产生的现金流量净额	7,649.62	-2,549.07	68.00
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	15,924.68	9,867.65	20,916.34
减：现金的期初余额	9,867.65	20,916.34	39,522.15
现金及现金等价物净增加额	6,057.03	-11,048.69	-18,605.81

注：除标注外，收益以“-”号填列

附录四 主要财务指标和计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款及应收票据周转天数	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	应付账款及应付票据周转天数	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	流动资产周转天数	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	净营业周期	$\text{应收账款及应收票据周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款及应付票据周转天数}$
	总资产周转天数	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	资本结构及财务安全性	资产负债率
	流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
	速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录五 信用等级符号及定义

（一）中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（二）债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

（三）展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。